



李宁 (02331.HK): 上半年收入稳健 业绩承压, 看好长期发展

2025年9月2日

推荐/调低

李宁

公司报告

事件: 李宁发布 2025 年中期业绩, 2025H1 集团收入为 148.2 亿元, 同比增 3.3%; 权益持有人应占净溢利为 17.4 亿元, 同比下降 11.0%; 经营现金流净额 24.1 亿元。拟派发中期股息每股 33.59 分, 派息比率约 50%。

收入增速放缓, 鞋类稳健、服装承压, 电商贡献主要增量。 产品端: 2025H1 鞋类收入 82.31 亿元, 同比增长 4.93%, 收入占比提升至 55.55%, 三大核心跑鞋 IP “超轻”“赤兔”“飞电”期内销量突破 526 万双; 服装收入 51.9 亿元, 同比下降 3.39%, 收入占比降至 35.05%, 主要受线下客流不足及折扣加深影响; 器材及配件收入 13.9 亿元, 同比增长 23.7%, 其中羽毛球表现较为亮眼。分渠道: 电商收入同比增长 7.4%, 是最大增量来源; 批发收入同比增长 4.4%, 期末门店 4,821 家, 净增 77 家; 直营收入同比下降 3.4%, 期末门店 1,278 家, 净减少 217 家, 主要因公司持续关闭低效门店并优化结构。

毛利率微降, 费用及减值拖累净利率。 2025H1 公司毛利率为 50.0%, 同比下降 0.4 个百分点, 主要原因在于直营渠道折扣加深以及直营收入占比下降。净利率 11.7%, 同比下降 1.9 个百分点, 费用及减值损失是更重要的拖累因素。费用方面, 广告及市场推广费用率同比提升 0.3 个百分点至 9.0%, 公司在市场投放上保持积极; 另外, 投资性房地产减值损失等非经营性音速拖累当期利润。整体上, 公司的核心利润指标仍维持健康水平, 公司经营的韧性有所体现。

运营状况稳健, 现金流表现优异。 渠道库存同比下降中单位数, 库销比 3.6 个月, 库存结构中好货占比 87%, 保持行业领先水平。经营现金流 24.1 亿元, 超过当期利润, 充沛的现金流为公司应对市场波动、进行战略投入提供了坚实的安全垫。

2025 全年展望: 稳健发展, 夯实专业基础。 公司预计 2025 全年收入持平。下半年将围绕跑步、篮球、女子、户外、羽毛球等核心场景, 继续以专业产品驱动增长, 同时加速奥莱渠道及电商新场景布局, 全年门店预计有净减少, 重在店效提升。展望未来, 李宁将继续以“稳健经营”为基调, 不断夯实专业运动品牌形象, 凭借健康的库存、充沛的现金流, 为抓住未来市场结构性机遇做好准备。

投资建议: 李宁 2025H1 在收入稳健增长的同时, 短期业绩有所压力, 经营结果体现出公司稳健的经营能力和战略执行力, 为公司提供长期韧性。预计公司 2025-2027 年净利润分别为 26.05、29.85、32.44 亿元, 同比增长分别为 -13.54%、14.60%、8.67%, 目前股价对应 2025-2027 年 PE 分别为 18.74、16.36、15.05 倍。考虑到行业景气度有所下滑, 公司短期在夯实专业品牌的投入阶段, 业绩短期内增速有所收敛, 但长期成长性明确, 调整公司评级为“推荐”评级。

风险提示: 行业竞争加剧, 终端消费复苏不及预期, 门店拓展及店效提升不及预期。

财务指标预测

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	27,598.49	28,675.64	29,745.11	31,730.08	33,984.13

公司简介:

李宁为中国领先的体育品牌企业之一。集团拥有本身之品牌、研究、设计、制造、经销及零售实力。集团之产品包括运动及休闲用途之运动鞋、服装及配件, 而该等产品主要以集团自有之李宁牌出售集团已在中国市场建立广泛之经销商及零售网络。

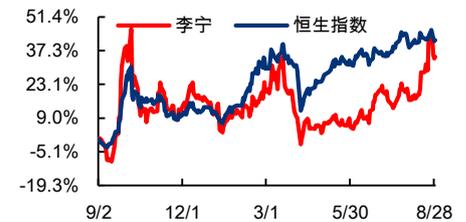
资料来源: 公司公告、同花顺

交易数据

52 周股价区间 (港元)	20.85-12.92
总市值 (亿港元)	488.27
流通市值 (亿港元)	488.27
总股本/流通股数 (万股)	258,481/258,481
A 股/B 股 (万股)	-/-
52 周日均换手率	1.11

资料来源: 恒生聚源、东兴证券研究所

52 周股价走势图



资料来源: 恒生聚源、东兴证券研究所

分析师: 刘田田

010-66554038

liutt@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480521010001

分析师: 沈逸伦

010-66554044

shenyl@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480523060001

增长率 (%)	6.96	3.90	3.73	6.67	7.10
归母净利润 (百万元)	3,186.91	3,012.92	2,604.85	2,985.03	3,243.76
增长率 (%)	-21.58	-5.46	-13.54	14.60	8.67
净资产收益率 (%)	13.06	11.54	9.49	10.37	10.67
每股收益 (元)	1.23	1.17	1.01	1.15	1.25
PE	15.32	16.21	18.74	16.36	15.05
PB	2.00	1.87	1.78	1.70	1.61

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

附表: 公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	13,653	20,528	20,502	24,315	27,686	营业收入	27,598	28,676	29,745	31,730	33,984
现金	5,445	7,522	11,314	13,300	15,239	营业成本	14,246	14,520	15,319	16,182	17,230
应收票据及应收账款	1,206	1,005	978	1,000	1,024	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他应收款	0	0	0	0	0	销售费用	9,080	9,199	9,813	10,323	11,134
预付账款	178	245	183	224	246	管理费用	1,256	1,428	1,418	1,546	1,638
存货	2,493	2,598	2,738	2,873	3,074	财务费用	-319	-175	-170	-222	-257
其他流动资产	4,332	9,158	5,290	6,919	8,102	资产减值损失	378	256	0	0	0
非流动资产	20,555	15,180	14,132	13,067	11,985	信用减值损失	0	0	0	0	0
长期投资	1,607	1,744	1,744	1,744	1,744	其他经营收益	0	0	0	0	0
固定资产	4,124	4,610	4,172	3,734	3,296	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	2,464	1,890	1,617	1,377	1,120	投资净收益	378	256	0	0	0
其他非流动资产	12,361	6,936	6,599	6,212	5,825	营业利润	3,713	3,961	3,365	3,900	4,239
资产总计	34,208	35,708	34,634	37,382	39,671	其他非经营损益	543	149	150	150	150
流动负债	7,268	7,586	9,039	8,812	8,310	利润总额	4,256	4,110	3,515	4,050	4,389
短期借款	0	0	0	0	0	所得税	1,069	1,097	911	1,065	1,146
应付票据及应付账款	1,790	1,625	1,820	1,867	2,017	净利润	3,187	3,013	2,605	2,985	3,244
其他流动负债	5,479	5,961	7,220	6,945	6,293	少数股东损益	0	0	0	0	0
非流动负债	2,533	2,019	2,019	2,019	2,019	归属母公司净利润	3,187	3,013	2,605	2,985	3,244
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
其他非流动负债	2,533	2,019	2,019	2,019	2,019	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
负债合计	9,801	9,605	11,058	10,830	10,329	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入(%)	6.96	3.90	3.73	6.67	7.10
股本	240	236	236	236	236	归母净利润(%)	-21.58	-5.46	-13.54	14.60	8.67
资本公积	24,167	25,868	25,868	25,868	25,868	获利能力					
留存收益	0	0	1,341	2,687	4,295	毛利率(%)	48.38	49.37	48.50	49.00	49.30
归属母公司股东权	24,407	26,104	27,445	28,791	30,398	净利率(%)	11.55	10.51	8.76	9.41	9.54
负债和股东权益	34,208	35,708	38,503	39,621	40,727	ROE(%)	13.06	11.54	9.49	10.37	10.67
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元						2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	4688	5268	4875	3393	3308	资产负债率(%)	28.65	26.90	31.93	28.97	26.04
净利润	3187	3013	2605	2985	3244	流动比率	1.88	2.71	2.27	2.76	3.33
折旧摊销	1872	1858	1148	1165	1182	速动比率	0.94	1.16	1.38	1.65	1.99
财务费用	-319	-175	-170	-222	-257	营运能力					
其他经营现金流	-52	573	1291	-536	-860	总资产周转率	0.81	0.80	0.86	0.85	0.86
投资活动现金流	-2449	-840	11	11	11	应收账款周转率	22.89	28.54	30.42	31.74	33.18
资本支出	1568	2017	100	100	100	每股指标(元)					
其他投资现金流	-4018	-2857	-89	-89	-89	每股收益(最新摊)	1.23	1.17	1.01	1.15	1.25
筹资活动现金流	-4217	-2324	-1094	-1417	-1380	每股经营现金流	1.81	2.04	1.89	1.31	1.28
短期借款	0	0	0	0	0	每股净资产(最新)	9.44	10.10	10.62	11.14	11.76
长期借款	0	0	0	0	0	估值比率					
其他筹资现金流	-4217	-2324	-1094	-1417	-1380	P/E	15.32	16.21	18.74	16.36	15.05
现金净增加额	-1978	2104	3792	1986	1940	P/B	2.00	1.87	1.78	1.70	1.61
						EV/EBITDA	0.78	0.77	0.46	0.14	-0.11

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

刘田田

对外经济贸易大学金融硕士, 2019年1月加入东兴证券研究所, 现任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2年买方经验, 覆盖大消费行业研究, 具备买方研究思维。

沈逸伦

新加坡国立大学理学硕士。2021年加入东兴证券研究所, 轻工制造行业分析师, 主要负责家居和其他消费轻工研究方向。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):
以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):
以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526